

光伏需求料保持強勁 惟警惕光伏玻璃價下行

費雲青 中銀國際研究有限公司

光伏產業鏈：在能源轉型需求和持續高位運行的能源價格支撐下，筆者預計內地2022年下半年對光伏的需求將保持強勁。然而，在近期股價反彈之後，筆者認為大部分光伏產業鏈公司的估值已經較高。多晶硅企業是其中少見的特例，市場目前的估值基本上已充分反映該環節或於2023年開始進入下行周期。筆者尤其警惕光伏玻璃價格可能出現的下行風險，產能過剩和成本上升可能導致玻璃廠商的利潤率低於預期，並帶來估值中樞下移。

可再生能源運營商：一方面，強勁的全球可再生能源需求進一步支撐高企的光伏組件價格，使部分收益率較低的專案難以啟動，並危及一些運營商的全年光伏新增裝機目標。另一方面，風電專案的進展相

對更為順利，但大部分運營商認為將風電核准制改為備案制的擬議改變難對專案進度帶來立竿見影的實質影響。考慮到專案收益率降低的風險以及年初至今較差的風速，筆者更看好轉型中的火電運營商。

火電運營商：5月份開始執行煤價新規之後帶來的燃料成本改善低於市場預期。雖然火電發電量有所下降（4月份/5月份分別同比下降12%及11%）且動力煤庫存維持高位（按目前日耗可維持約30天），內地動力煤現貨價格仍在高位徘徊，且較進口煤仍有一定折價。大部分火電運營商或仍致力於在2022年第二季度實現盈虧平衡。筆者認為火電2022年下半年的能見度也依舊較低。

核電及垃圾發電：受益於電價機制改

革，核電的市場交易電價或可提升至核准電價水準，消除數年來的市場交易電折價。雖然如此，國家發改委正在考慮對核電和燃氣電價進行改革。雖然細節尚未公布，筆者認為此次電價改革或會將核電的外部環境影響考慮在內，從而導致更高的泛燃料附加費。隨着「十三五」之後新專案的減少，垃圾發電業務的增速或將降低。隨着新專案建設進一步下降，垃圾發電企業可能還會面臨逐步惡化的運營利潤率。

重大政策及事件：煤價新規已於2022年5月1日開始執行，其將秦皇島長協動力煤價格限定在含稅570元至770元（人民幣，下同）/噸區間雖然執行，至今對煤價的實際影響低於市場預期，隨着夏季來臨，發改委是否會採取進一步措施控制煤價仍有

待觀察。嚴格的煤價管控將有助於降低火電運營商的燃料成本，從而重振市場對其盈利反彈故事的興趣。

另外，目前向美國出口光伏組件的不確定性再一次提升。市場預計該法案較暫扣令的執法標準會有所提高，而執法的力度會對面向美國的光伏組件出口產生重大影響。美國是目前全球組件價格最高的地區之一。該法案在美國的實施也將對未來其他地區的類似法案提供借鑒。歐盟或將在未來幾個季度內採取類似措施。

在可再生能源基金附加費改革方面，政府今年已經開始發放逾期補貼款，表明了其解決補貼資金缺口問題的急迫性。可以預測，政府下一步可能會提高可再生能源附加費以解決資金缺口問題。目前0.019元/千瓦時的

附加費將造成每年約600億元至700億元的資金缺口。附加費的潛在上漲有助於改善可再生能源運營商的現金流。

美國政策增加出口不確定性

行業正/負面因素：美國確認對在東南亞生產的光伏組件免徵兩年的關稅，解決了影響美國光伏需求的一個關鍵問題，而高企的能源價格及能源轉型決議亦提高了在可見未來的可再生能源需求的確定性。此外，技術發展可能會帶來產業鏈上的持續投資機會。不過，行業亦面對一些負面因素，例如原材料（包括但不限於煤炭、純鹼和能源）價格高企，可能會令部分板塊的盈利能力承壓。另外，UFLPA的實施細節或會增加光伏組件出口美國市場的不確定性。

美聯儲議息在即 資產波幅恐增加

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

歐央行上周加息0.5厘，超出市場預期。對於未來9月份會議是否再大幅加息，歐央行表示將考慮經濟形勢。外界普遍預期，在歐央行上周加息之後，美聯儲即將舉行的議息會議將加息0.75厘。同時，市場特別留意美聯儲主席鮑威爾對未來加息路徑的態度，尤其暫時看來，至少今年內美聯儲還將維持快速升息的步伐。

美 匯指數本月一度逼近110水平，但很快回吐漲幅，已經結束三周連陽，回落1.23%至106.73，考驗20天線支持，不過，畢竟加息預期和避險需求給美元持續帶來動能，目前上行趨勢並未改變。另一邊廂，歐元在跌破1.0之後又反彈，結束三周連跌，回升1.32%，但還是遇阻20天線，下行趨勢並未改變。

有趣的是，十年期美債收益率連跌兩周，跌至3%以下，顯然是外界已在反應，無論如何，大幅加息令經濟衰退風險增加。

如此一來，自然對美國股市等風險資產形成壓力，至於經濟衰退風險有多大，可以留意藍籌業績表現，以收一葉知秋之效。事實上，反映美股標普後市波動性的恐慌指數VIX，6月份還能逼近35水平，不過很快從高位回落，現在跌至25水平以下，已經錄得五周連跌至23.03。投資者密切關注本周美聯儲議息會議，如果結果超出市場預期，

市場波幅或增加，VIX或再次回升。

金價周內波幅料增加

與貨幣政策關係密切的金價，表現相當反覆，上周結束五周連跌，暫守住千七支持，做出小幅反彈，但仍然遇阻1,750美元。始終金價短線已經反彈兩日，但是上行動能有限，下行趨勢不改變，周內波幅或增加。

其他貴金屬方面，白銀從四月下旬開始增加下行壓力，連續失守多個支持位，現在重心下移至18美元水平。考慮工業需求前景不樂觀，美元維持升勢，白銀雖然短線靠穩，但還是維持疲弱，不排除跌破區間支持。鉑金方面，在800美元找到支持後反彈，上周收漲4.37%，只是上行動能有限，還在下行趨勢中，50天線阻力較大，不排除後市進一步下探。鈀金原本在2,000美元下方窄幅震盪，直到上周五上行動能明顯增加，單日收漲7.57%，已經連續上漲5日至2,018.8美元，累升逾一成，不



◆市場普遍預期美聯儲本周議息會議將加息0.75厘。但在議息結果公布前，各類資產價格波幅料增加。圖為紐約證券交易所的交易員。

過，目前還是沒有回到2,000至2,500美元的運行區間。

油價恐維持震盪格局

至於跟通脹和衰退故事皆緊密關連的油價，近期震盪為主。紐油跌至百天線下方，目前主要在90至100美元區間波動，需求前景不樂觀。最近三日均下跌，還是結束兩周連跌，反彈0.14%。畢竟，供應擔憂仍能給油價帶來支持，所以也不至於急跌，但又缺乏足夠利好消息支持其再次向120美元上攻。

此外，很多人參考作為觀察經濟寒暑的銅博士維持弱勢，倫銅在7,000美元找到支持，做出反彈，終於結束六周連跌，但動能還是有限，目前遇阻7,500美元水平，下行趨勢仍在延續。

整體而言，新的一周，投資者關注美聯儲議息決定。此外，也要留意美國國內生產總值（GDP）和個人消費支出價格（PCE）指數等。

（權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。）

美股業績期揭幕 聚焦美聯儲議息結果

姚浩然 時富資產管理董事總經理

上周美國金融企業率先公布業績，業績個別發展，本周科技股將接力公布季績，多隻大型科技股早前因為美匯指數上升而下調盈利預測，因為由美國以外地區的收入以美元計將減少。因此，市場將關注美國企業去季如何應對通脹加劇、供應短缺、匯率逆風等困難，以及企業會否對未來前景展望作出修訂，預料整體市況仍然較為反覆波動。

另一個市場關心焦點為環球央行對加息步伐的看法。歐洲央行上周四（21日）自2011年來首次宣布加息，加息幅度0.5厘，超過市場預期的0.25厘。此外，歐央行行長拉加德還表示將繼續

加息，直至通脹回落至2%的目標水平。雖然加息幅度超预期，但市場反應未有太差，因為歐央行議息結果有助歐元回穩及阻止美元上升勢頭，對整體股市有利。

美國聯儲局方面，筆者認為7月議息會上加息0.75厘的機會大於1厘，因為近期經濟數據給出了啟示。消費者物價指數（CPI）數據雖然高於預期，但筆者認為是因為汽油急升12%，拉高了整體消費物價指數升幅。同時，上游價格已見回落，石油價格於7月份顯著回落，汽油價格亦跟隨回落，預期未來通脹將逐步回落，惟6月時下游價格仍高

企，令消費物價指數仍處於上升階段，所以6月高於市場預期的CPI數據有點滯後。此外，美國7月綜合採購經理人指數（PMI）跌至47.5，跌破50分水嶺，當中服務業PMI尤其令人擔憂，初值跌至47，創2020年6月以來新低，遠低於市場預期的52.6，令人擔憂消費支出轉弱，或為下一季經濟衰退響起警號。

本周環球股市料將反覆

美國周四將公布兩項重要資訊，即美聯儲議息結果及第二季國內生產總值（GDP），市場將會屏息以待，美國

今年首季經濟增長為-1.6%；近期美國的消費意慾偏弱，預期美國第二季經濟有機會再次錄得負增長，技術上進入衰退階段。如果通脹見頂後掉頭回落，筆者認為美國聯儲局有條件重新考慮減息，去刺激經濟走出衰退。筆者認為投資環境最難捱的就是未確認通脹見頂，即是目前的狀況。反而，一旦美國通脹出現見頂信號，市場憧憬美國聯儲局暫停加息，甚至減息，屆時美股走勢將可以逐步回穩。預計本周環球股市走勢反覆。

（筆者為證監會持牌人，編號AEI004，一、四、九牌照）

歐央行告別負利率 展示抗通脹的決心

劉政寧、張文朗、肖捷 中金公司

歐央行7月會議宣布加息50個基點，超出市場預期。此舉顯示歐央行抗通脹意志堅定，不希望重蹈美聯儲猶豫不決的覆轍。往前看，我們預計歐央行將進入加息周期，9月份或繼續加息50個基點，至年底存款便利利率或升至1%左右。歐央行還宣布了應對金融分化風險的新工具TPI，但在操作細節上表述的比較模糊，以此表明該政策具有較大靈活性。整體來看，此次會議更多凸顯歐央行在通脹風險與債務風險間的艱難平衡，而更大的政策靈活性也將帶來更大的資產價格波動。

放棄貨幣政策前瞻指引

首先，歐央行加息50個基點，幅度超出歐央行此前溝通的25個基點。與美聯儲不同，歐央行首次加息就選擇了50個基點的幅度，顯示歐央行希望盡快進行貨幣政策

正常化。根據歐央行行長拉加德在記者會上的表述，這一決議得到了所有委員們的支持。此外，貨幣政策聲明中稱，歐央行管委會在加息路徑方面將採取逐會決定的方法，拉加德也稱將按月逐步修正加息決定。這也意味着歐央行已經放棄了貨幣政策的前瞻指引，不再以與市場溝通的加息幅度為準，而是改為完全按照通脹數據行事。本次加息後，歐央行三大利率已經「一步到位」式脫離了負利率區間，歐元區已告別負利率時代。

歐央行更大幅度加息展示了其抗通脹的決心，無論通脹的原因是什麼。我們在報告《歐洲經濟：不可低估的風險》中指出，在疫情和俄烏雙重影響下，歐元區經濟正面臨供應鏈衝擊、貿易條件衝擊、輸入性通脹衝擊三類通脹衝擊疊加風險。其中，輸入性通脹風險在近期顯著上升，6月

HICP通脹率升至8.6%，遠超歐央行的貨幣政策目標。儘管從分項看，HICP通脹的最大貢獻來自於能源，但歐央行仍選擇大幅度加息，說明其擔心能源通脹會擴散至其他領域，從而帶來全面通脹。

預計9月仍加息50個基點

另一個原因是，歐央行不想重蹈美聯儲在高通脹面前猶豫不決的覆轍，進而選擇盡早收緊貨幣。往前看，我們預計歐央行將進入加息周期，至年底存款利率或升至1%左右。如前所述，歐央行貨幣政策決策已完成按照數據行事，而根據HICP環比走勢推算，未來幾個月通脹率將繼續處於高位，這意味着歐央行還將繼續加息。我們預計9月加息幅度仍可能是50個基點，10月、12月會議上的加息幅度也或將不會太低。我們預計，持續加息將導致金融條

件收緊，廣義貨幣M2和信貸增速下降，對歐元區經濟也將帶來額外壓力。另一方面，歐央行還宣布啟動新的貨幣政策工具——傳導保護工具，以回應市場關心的歐元區金融分化風險。根據歐央行表述，TPI作為新的工具，目標是用以對抗無端的、無序的市場調整，以防止這些極端市場動態對整個歐元區的貨幣政策傳導構成嚴重威脅。

政策改變或帶來更大震盪

對於「風雨飄搖」的義大利，TPI意味着什麼？針對記者會上關於義大利總理德拉吉辭職帶來的義大利政治風險上升，義大利-德國國債利差走闊的情況是否滿足TPI的前置條件，拉加德並未給出正面回應，稱需要在風險來臨時具體情況具體分析。整體來看，歐央行在加息抗通脹方面

比市場預期的更「鷹派」，但在反碎片化新政策工具方面以「有意為之的模糊」為未來風險預留了更多自主決斷（discretion）的空間。歐洲「滯漲」風險已大幅上升，歐央行已很難在避免經濟衰退前作出任何承諾，此次會議更多凸顯的是歐央行在通脹風險與債務及金融分化風險間的艱難平衡。「前有通脹之狼，後有債務之虎」，未來各國央行或以超預期的加息前置盡量快速壓制通脹，並且強調貨幣政策靈活性，以平衡通脹下跌，實際利率上升後的債務風險。但向前看，更大的政策靈活性或也將帶來更大的資產價格波動。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。